

受美联储主席沃什偏温和表态催化，港股黄金板块上周集体走强，多只标的上周涨幅超15%，板块结束前期深度调整，开启估值修复行情。认为当前金价已过度计入美联储加息预期，加息并非基准情形，货币政策或呈“名鹰实鸽”特征，预期修正将支撑金价修复。下半年黄金有望迎来多重逻辑共振：加息预期充分定价后边际缓和、超配仓位出清后避险属性回归、全球央行购金中长期支撑不变，共同推动黄金投资需求修复。配置层面，港股黄金股当前估值处于历史极低分位，叠加流动性弹性更强，在金价反弹周期中股价涨幅对比A股通常更优，建议优先关注产能扩张明确、成本控制优异的弹性标的，以及资源储量丰富的行业龙头。

多重修复逻辑共振,港股黄金板块正迎来修复反弹行情

受美联储主席沃什偏温和的政策表态催化，港股黄金板块今日迎来触底反弹，中国黄金国际（2099.HK）、山东黄金(1787.HK)、赤峰黄金(6693.HK)等多只标的涨幅均超15%，板块正式结束前期深度调整态势，开启估值修复窗口。当前黄金价格已过度计入美联储加息预期，市场隐含的3-4次加息幅度显著高于利率期货的实际定价，加息并非美联储政策的基准情形，后续货币政策大概率呈现偏鸽的态势；随着加息预期逐步回吐，金价将获得直接支撑，叠加下半年加息预期充分定价后的边际缓和、前期超配仓位出清后避险属性回归、海湾央行售金压力缓解且全球央行购金中长期支撑不变等多重逻辑共振，黄金投资需求有望迎来系统性修复。

从配置维度看，港股黄金股的投资性价比与反弹弹性更具优势，当前板块估值处于历史极低分位，叠加港股市场流动性弹性更强的属性，在金价上行周期中，板块涨幅通常显弹性更优。投资选择上可沿两条主线布局：一是优先关注产能扩张节奏明确、生产成本控制优异的高弹性标的，充分把握金价反弹带来的业绩与估值双击机会；二是配置资源储量丰富、抗风险能力突出的行业龙头，作为中长期底仓享受行业景气上行的红利。



图一：贵金属指数涨幅情况



资料来源：Wind

行情回顾：港股黄金板块此前深度回调，有望迎来超跌反弹态势

受美联储政策预期缓和驱动，港股黄金股上周全线走强，板块呈现普涨格局。中国黄金国际 (2099.HK) 上周涨幅超 23%；赤峰黄金 (6693.HK) 上周涨超 29%；紫金黄金国际 (2259.HK) 上周涨超 14%；山东黄金 (1787.HK) 上周涨 15.4%；紫金矿业 (2899.HK) 上周涨 11.9%。回顾上半年行情，贵金属板块经历了一轮深度调整。申万贵金属指数上半年累计回调约 22%，区间最大回撤超 49%，山东黄金 (1787.HK)、赤峰黄金 (6693.HK) 等龙头个股较前期高点回撤幅度均超 50%。本轮黄金价格及板块持续回调，并非基本面恶化导致，核心由四大宏观与资金因素共同驱动：

其一，货币政策预期转向，加息预期重燃构成核心压制。上半年美国通胀数据展现超预期粘性，核心 PCE、核心 CPI 回落斜率明显放缓，其中美伊地缘冲突升级推升国际油价持续上行，能源项通胀反弹进一步加剧了市场对美国通胀粘性的担忧，形成更强的货币紧缩预期。叠加就业市场韧性持续超出市场预期，市场对美联储降息预期持续延后，甚至重新定价年内加息概率——利率期货隐含的全年降息次数从年初的 3-4 次大幅收敛至不足 1 次，加息预期从无到有持续升温，推动美债实际利率大幅上行，显著抬升黄金的持有机会成本，成为金价回调的最核心宏观驱动。

其二，美元指数阶段性反弹，形成直接价格压制。上半年美国经济基本面相对欧元区、日本等非美经济体展现出更强韧性，叠加货币政策预期差持续扩大，美元指数从阶段性低点持续反弹，最高回升至 105 以上。作为以美元计价的大类资产，美元强势直接削弱了黄金的相对吸引力，资金从黄金市场分



流，进一步放大了金价调整压力。

图二：美元指数近两年行情



资料来源：Wind

其三，资金面集中平仓，负反馈放大调整幅度。前期金价持续刷新历史高点的过程中，COMEX 黄金投机净多头持仓处于历史高位，全球黄金 ETF 持仓规模持续攀升，市场积累了大量获利盘。随着宏观预期转向鹰派，获利盘集中了结，投机多头快速平仓，同时全球黄金 ETF 连续多月出现资金净流出，机构配置盘阶段性减仓，资金面的负反馈效应显著放大了金价与板块的调整幅度。

其四，风险偏好阶段性修复，避险需求边际回落。上半年 AI 产业浪潮带动全球权益市场整体表现偏强，美股等风险资产持续走强，市场风险偏好逐步提升，资金从避险属性的黄金资产流向权益类风险资产，黄金的避险配置需求阶段性弱化，也对金价与板块表现形成一定拖累。

经过上半年的深度调整，当前板块悲观情绪已充分释放，做空动能基本出清，估值处于历史极低分位——SSH 黄金股票指数 PE-TTM 仅 15 倍，处于历史低位区间，具备较强的安全边际与修复弹性。从基本面看，当前全球黄金矿山综合完全成本(AISC) 约 1500-1600 美元/盎司，当前金价远高于开采成本线，主流黄金矿企盈利韧性较强。股价大幅调整主要受宏观情绪与资金面驱动，而非企业基本面恶化，这为后续估值修复提供了坚实基础。



图三：SSH 黄金股票指数历史 PE 情况



资料来源：同花顺 ifind

下半年展望：多重预期修正共振，黄金配置价值凸显

*加息预期充分定价，边际缓和驱动估值修复

当前市场对美联储加息的悲观预期已计入较为充分，后续进一步强化紧缩预期的空间有限。若通胀数据延续回落态势，或经济增长出现放缓信号，加息预期将持续回吐，实际利率上行压力减弱，直接利好黄金价格反弹。世界黄金协会判断，若宏观环境无重大恶化，金价年内大概率在 4100 美元/盎司附近震荡；若经济放缓信号增强，金价有望开启新一轮趋势性上涨。

近期美联储表态整体中性偏温和，未释放强化加息信号：美联储主席凯文·沃什在最新公开讲话中表示，过去四周美国通胀上行风险已有所缓解，同时重申维持价格稳定仍是货币政策核心目标。整体来看，本次表态偏向中性至温和鸽派，并未释放短期内进一步加息的明确信号，市场对美联储紧缩路径强化的押注有所削弱。值得注意的是，沃什上任以来推行“放弃前瞻指引”的政策沟通改革，强调货币政策将严格基于最新数据制定，不再向市场预先暗示利率路径。这一转向使得市场对加息的过度悲观预期存在修正空间。

* 超配仓位出清接近尾声以及全球央行购金中长期支撑仍在

上半年黄金调整过程中，机构投资者前期超配仓位已逐步出清，投机性多头平仓压力显著释放。随着仓位结构优化，黄金的避险属性有望重新回归定价主导。当前全球地缘政治格局仍存不确定性，经济



增长动能分化，金融市场波动加剧，黄金作为传统避险资产的配置价值将重新获得机构资金认可。历史经验显示，当金价较阶段性高点下跌超过 10%后，往往会触发长期投资者“逢低买入”需求，形成较强的价格支撑。

另外，前期市场担忧海湾国家央行售金对金价形成压制，目前来看这一压力正逐步缓解。从中长期视角看，全球央行购金趋势并未发生根本逆转，各国央行出于外汇储备多元化、去美元化等战略考量，仍将持续增持黄金，这构成了黄金需求的重要底部支撑。全球央行购金作为过去几年黄金牛市的核心驱动因素之一，其长期逻辑并未破坏，将持续为金价提供中长期托底力量。从数据上看，2022 年以来全球央行年均净购金量达 1000 吨，显著高于历史长期中枢水平。今年一季度虽有部分国家央行出现短期减持或储备结构置换操作，市场对全年购金节奏放缓存在一致预期，但行业普遍预判全年全球央行仍将维持净买入格局，长期购金趋势并未发生转向。世界黄金协会年度央行黄金储备调研显示，各国外汇储备主管的中长期购金意愿保持稳固，计划未来 12 个月增持黄金的机构数量进一步增加，但需注意的是，购金主体的扩容并不直接对应购金总量的同步大幅提升。从对金价的影响机制来看，世界黄金协会模型测算结果显示，在年均 600 吨的长期购金均值基础上，央行每额外增持 20-30 吨黄金，对应可拉动金价上行约 1%；这一效应既来自央行购金形成的实际需求支撑，也源于其向市场传递的长期配置价值信号，对投资情绪形成正向引导。历史规律印证，当央行购金与投资需求合计占黄金总需求的比重超过 30%时，黄金价格往往具备更强的上行动能，易走出强势上涨行情。

*核心标的有哪些？

整体来说，2026 年上半年黄金充分展现出对宏观周期、地缘风险与市场情绪的高敏感度，同时亚洲消费端的全球定价话语权持续提升，第二季度全球通胀冲高叠加美联储维持利率不变，或是本轮全球流动性压力的顶点，黄金出现加速调整属于预期内的市场表现。各国央行持续购金、全球长线配置资金入场为金价构筑了结构性底部支撑，大幅压缩了深度回调空间，在地缘与政策充满不确定性的全球环境中，黄金既具备战略抗波动的资产属性，也可作为 AI 泡沫的潜在对冲工具实现风险分散。另外，进入第三季度，美国通胀今年下半年大概率见顶，劳动力市场正逐步降温，沃什主导的美联储机制改革也为未来政策转松预留了空间，美联储政策并不会全面转向紧缩，若下半年美联储降息的时点节奏超出市场预期，将有望推动美元流动性回归宽松，金价有望迎来反弹行情。

在投资标的上，港股黄金板块整体估值处于历史低位、折价优势显著，且股价弹性更优，在金价反弹周期中通常具备更高的收益弹性。高弹性成长方向上，中国黄金国际 (2099.HK) 坐拥甲玛矿与长山壕矿两大核心矿山，资源品位优异、克金成本低于行业平均水平，盈利对金价上涨的弹性突出，是本轮板块修复行情中的首选弹性标的；行业龙头层面，紫金矿业(2899.HK)作为全球综合性矿业龙头，黄金资源储量与产量均位居国内前列，同时布局铜、锌等多金属品种平滑周期波动，海外项目布局广泛、成长性突出，且标的流动性优异，是机构资金配置黄金板块的核心底仓选择；山东黄金 (1787.HK)坐拥胶东半岛核心优质黄金资源，资源禀赋与产能规模行业领先，主营业务高度聚焦黄金



采选冶炼，业绩对金价敏感度高，且港股估值较 A 股存在显著折价，安全边际更为充足。此外，赤峰黄金（6693.HK）以黄金采选为主业，同时布局稀土等稀有金属，业务结构兼具弹性与成长性。海外项目稳步推进，国内矿山资源品位较高，成本优势明显，股价弹性显著。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

